

# **AIFI**

**Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital**

**AUDIZIONE SUL DECRETO LEGGE 18 OTTOBRE 2012, N. 179  
“Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”**

*10<sup>a</sup> Commissione Industria, commercio, turismo*

**Senato della Repubblica  
Roma, 30 ottobre 2012**

## AUDIZIONE SUL DECRETO LEGGE 18 OTTOBRE 2012, N. 179

### Premessa

Si esprime apprezzamento per la pubblicazione del provvedimento in esame, che dimostra una rinnovata attenzione istituzionale nei confronti dello sviluppo imprenditoriale attraverso il supporto dell'investimento in capitale di rischio.

Dal punto di vista delle imprese, l'investimento di venture capital risponde non solo ad un'esigenza di tipo finanziario, ma anche alla necessità di affiancamento, attraverso l'apporto di conoscenze tecniche e capacità manageriali, solitamente carenti nelle prime fasi del percorso di crescita. In questi casi, infatti, l'operatore specializzato accompagna l'impresa in una serie di attività fondamentali, come la determinazione della formula imprenditoriale corretta, il supporto alla costituzione del team manageriale e la definizione del posizionamento strategico sul mercato del nuovo prodotto o servizio.

**L'attività di investimento in venture capital rappresenta quindi, a livello globale, un importante motore di sviluppo non solo per le aziende coinvolte, ma anche per il sistema economico di un Paese.**

Sono numerose, a questo proposito, le evidenze statistiche, in ambito italiano ed internazionale, che rilevano il **positivo impatto economico** del venture capital sul tessuto imprenditoriale, in termini non solo di redditività ma, soprattutto, di crescita occupazionale e di innovazione.

La stessa Commissione europea ha più volte sottolineato come, al fine di assicurare la propria competitività nel medio e lungo periodo, soprattutto nei confronti dei protagonisti emergenti del sistema economico mondiale, le imprese comunitarie devono poter contare su un mercato finanziario solido, sviluppato e concorrenziale. In queste considerazioni, la Commissione si è rivolta in particolar modo al settore del venture capital, per la sua stretta correlazione con le tematiche di sviluppo economico (Comunicazione della Commissione, *Europa 2020. Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM(2010) 2020 def).

Tuttavia, **il mercato del capitale di rischio in Italia è caratterizzato, oggi, da notevoli e generalizzate difficoltà**, dovute ad una combinazione di ragioni esogene e congiunturali, quali l'aggravarsi della crisi economica globale, e di problematiche più strutturali, legate ad un quadro regolamentare non particolarmente incentivante e alla mancanza di adeguati regimi di agevolazione pubblica.

Con riferimento all'attività di fundraising, cioè sul fronte del reperimento delle risorse presso gli investitori istituzionali, nel 2011 si è osservato un deciso rallentamento, con un valore totale pari a 1.049 milioni di Euro, contro i 2.187 dell'anno precedente (-52%). Il dato del 2011 si inserisce in una costante riduzione dell'afflusso di capitali privati registrata a partire dal 2008. Una notevole incertezza giuridica e normativa, cui si sommano un alto livello di burocrazia e un contesto fiscale

non competitivo, hanno giocato un ruolo fondamentale nella complessiva attrattività del nostro Paese nei confronti degli investitori istituzionali internazionali. A riprova di ciò, si sottolinea come **la quota estera di capitale nel mercato italiano del private equity si sia ampiamente ridimensionata nel corso degli ultimi 5 anni**, rappresentando, nel 2011, appena un quinto del totale.

In un simile contesto, il segmento del venture capital registra valori ancora più critici. Gli operatori specializzati in questo tipo di interventi sono, infatti, attualmente circa 10, rispetto ai 171 soggetti attivi nel mercato dell'investimento nel capitale di rischio. A titolo di confronto, si consideri che nel mercato francese gli operatori con una simile specializzazione sono oggi circa 140. Sebbene tale scenario possa essere parzialmente giustificato dalla relativa giovinezza del mercato italiano in questo particolare segmento, l'aggravarsi della crisi ha contribuito ad innescare un circolo vizioso, che restringe ulteriormente l'afflusso di capitali verso questa tipologia di investimenti, impedendo, a sua volta, la formazione di storie di successo e di team di gestori con esperienza sufficiente a garantire ritorni competitivi agli investitori.

Anche i volumi di investimento in imprese in fase di avvio a livello nazionale hanno fatto registrare, nel 2011, una contrazione del 9% rispetto all'anno precedente, per un valore complessivo di appena 82 Milioni di Euro. Tale dato si inserisce in un **trend pluriennale che vede il mercato italiano del venture capital ampiamente sottodimensionato in termini assoluti rispetto ai maggiori Paesi europei**, con importanti ricadute sulle potenzialità innovative del nostro sistema imprenditoriale e, di conseguenza, sulle dinamiche competitive a livello globale.

### **Le proposte a sostegno del mercato del venture capital in Italia**

#### **La creazione di un fondo di fondi di venture capital**

A livello comunitario è stato più volte ribadito come, in Europa, sussista una grave e generalizzata carenza di finanziamenti di capitale di rischio per l'avvio di iniziative imprenditoriali innovative (Parlamento Europeo, *Potential of venture capital in the European Union, 2012*). La recente crisi economica ha contribuito ad acuire questo fallimento di mercato, rischiando di ampliare il divario di sviluppo imprenditoriale e di crescita economica rispetto a quei Paesi che, già da tempo, hanno posto in atto misure di intervento pubblico in questo campo.

Sebbene il Decreto in oggetto rappresenti, come detto, un importante segnale di attenzione in tal senso da parte dell'attore pubblico, si ritiene che tale azione andrebbe accompagnata da un intervento di più ampio respiro e sistematico, quale **la creazione di un fondo di fondi a favore del venture capital**. Alla luce dell'attuale situazione del settore in Italia, una simile misura garantirebbe il capitale iniziale necessario a promuoverlo e ad attirare, di conseguenza, un maggiore afflusso di capitali privati, innescando un circolo virtuoso già sperimentato da numerosi Paesi. Tra le principali esperienze di successo si ricordano, a titolo di esempio, i fondi di fondi a partecipazione mista pubblico-privata promossi in Francia dalla Caisse des dépôts et

consignations, lo UK Innovation Investment Fund inglese e lo Yozma Fund istituito dal Governo israeliano.

Sarebbe, quindi, auspicabile promuovere **la creazione di un fondo di fondi pubblico-privato**, in cui il settore pubblico metta a disposizione delle risorse che vengono assegnate in gestione, tramite un processo competitivo, a fondi di venture capital, selezionati secondo criteri oggettivi di professionalità ed esperienza dei gestori e dedicati a investimenti in start up innovative. I fondi, a loro volta, dovranno raccogliere un ammontare di risorse almeno pari presso gli investitori privati. Tale strumento permette una **gestione commerciale della misura**, la cui attuazione, secondo quanto auspicato dalla Commissione europea, avviene seguendo logiche concorrenziali, con una gestione sufficientemente snella ed agevole che si adatta agli standard di mercato. Per facilitare la raccolta di capitali privati, si potrà prevedere un **meccanismo di incentivo nella distribuzione dei proventi dei fondi di venture capital**, adottando il modello dell'*up-side leverage scheme*, secondo cui la remunerazione delle risorse pubbliche sarà sospesa al raggiungimento di una soglia di redditività. Al privato verrà quindi riconosciuto un rendimento extra. Le perdite eventuali seguiranno invece il criterio del cd. *pari passu*.

Per quanto riguarda la copertura finanziaria di tale intervento, sarebbe opportuno che le istituzioni competenti, quali il Ministero dell'Economia e delle Finanze ed il Ministero dello Sviluppo Economico, effettuassero un'analisi dettagliata, al fine di individuare analiticamente le risorse disponibili per l'avvio della misura, anche riallocando, eventualmente, capitali destinati a strumenti ad oggi inattivi.

### **Semplificazione del quadro regolamentare per le società di gestione di diritto italiano dedicate a fondi di venture capital**

Nel novero dei principali ostacoli alla base dello scarso sviluppo del mercato italiano del venture capital figura una mancata effettiva applicazione del principio di proporzionalità nella regolamentazione dei soggetti gestori.

Tale impostazione ha avuto l'indesiderato effetto di rendere assai "rigidi" su valori piuttosto elevati i costi fissi di struttura delle Società di Gestione del Risparmio (SGR), in modo tale che non risulti conveniente creare delle SGR dedicate ad investimenti di taglio ridotto e con un patrimonio gestito inferiore a determinate soglie. In conseguenza di ciò, gli operatori di venture capital di solito adottano strutture alternative alla SGR, come i veicoli societari non vigilati, cd. *investment companies*, che, tuttavia, non offrono, agli occhi degli investitori istituzionali, analoghe tutele.

In considerazione di quanto detto, sarebbe opportuno, a questo proposito, **rivisitare la disciplina in vigore delle SGR a capitale ridotto**, prevista dalla Banca d'Italia (Titolo II, Capitolo I, Sezione II, punto 2 del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio di Banca d'Italia dell'8 maggio 2012), che non ha avuto il successo atteso in ragione di alcuni criteri che ne hanno fortemente limitato l'utilizzo. A tale fine occorrerebbe **rivedere, innanzitutto, la disposizione che richiede la sottoscrizione della maggioranza assoluta del capitale sociale da parte di Università, centri**

**di ricerca e enti territoriali.** Tale requisito è risultato eccessivamente stringente e andrebbe, di conseguenza, ampliato al capitale privato. Andrebbe poi eliminata una serie di adempimenti, in materia regolamentare e di vigilanza, ritenuti non proporzionati al ridotto ammontare di capitale in gestione e alla struttura societaria richiesti da questo tipo di investimento.

Merita sottolineare come i temi evidenziati siano anche riportati nel Rapporto finale della task force sulle start up istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico nell'ambito delle misure di sostegno prioritarie. Anche la Commissione europea ha recentemente proposto di introdurre un **regime di vigilanza agevolato per i gestori di venture capital** (*Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei di venture capital*, COM(2011) 860 def), a testimonianza della particolare attenzione istituzionale verso le tematiche relative a questo settore.

AIFI, inoltre, è da tempo impegnata in un dialogo istituzionale con Banca d'Italia e Consob, al fine di semplificare l'attuale regime di vigilanza delle SGR di private equity e venture capital.

### **Proposte specifiche relative ai Decreti attuativi del DL 179/2012**

Più nel dettaglio, con riferimento ai Decreti attuativi del provvedimento in oggetto, in merito alla definizione di start up innovativa contenuta nell'Art. 25 del Decreto, risulta condivisibile l'intento di coordinare le misure di incentivo al settore tramite l'adozione di definizioni univoche di riferimento per strumenti agevolativi. D'altra parte, sarebbe opportuno **specificare che la qualifica di "start up innovativa" non viene meno a seguito dell'ingresso nel capitale di un fondo di investimento.** A titolo di esempio, nell'ipotesi in cui in una start up innovativa figurino il 70% di soci persone fisiche, per effetto dell'ingresso di un fondo nella compagine azionaria tale valore potrebbe scendere al di sotto della soglia minima del 50% richiesta dal provvedimento. In mancanza di tale chiarimento, si vanificherebbe l'effetto positivo sulla crescita della start up derivante dall'apertura al capitale nei confronti di un socio finanziario.

Con riferimento all'Art. 29, si nota come nella versione definitiva del provvedimento sia stato eliminato dal comma 1, relativo alle agevolazioni per le persone fisiche in caso di investimento in start up innovative, la possibilità di usufruire dell'incentivo anche qualora l'investimento sia effettuato tramite veicoli societari diversi dagli organismi di investimento collettivo del risparmio. In considerazione della dimensione relativamente contenuta degli operatori di venture capital in Italia, e vista l'attuale propensione, sopra richiamata, a strutturare i veicoli di investimento in forme diverse dagli OICR, si ritiene opportuno ribadire la necessità di **concedere benefici fiscali agli investitori privati che investano in start up a prescindere dalla forma giuridica del veicolo di investimento.** Si chiede quindi di reintegrare, al comma 1 dell'Art. 29, la locuzione "o altre società" a seguito di "per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio". Questo anche in analogia con quanto previsto al comma 4 dello stesso Art. 29 a vantaggio dei soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle società.